

充实政策储备 应对通缩风险

美元升势难以逆转

□张文强

2014年,世界经济局势令人眼花缭乱。这是一场成体系的有计划的全球范围内的资本变局。

美元走强的溢出效应

从2008年11月以来,通过四轮QE,通过美元的世界货币地位,美国已经将其金融乃至整个经济中的主要问题摊派和清洗,并以能源独立和再工业化的旗帜走上了从稳定复苏到加速复苏的道路。期间作为虚拟经济的美国股市从2009年3月开始就脱离疲弱的实体经济而率先反转、扶摇直上,不断制造财富效应,刺激消费,进而带动了生产和投资,并吸引世界资本回流美国,以支持美国的医保改革和再工业化的雄起。有了回流资本支持的美元从2011年5月开始亦步亦趋、趋势性上涨,目前已接近2005年以来的10年高点。几乎与此同步,欧元、日元和作为硬通货黄金的价格开始或震荡或趋势性的下跌,从而有效支撑了美元的持续上涨。

美元的持续、趋势性上涨,有效打击了以美元计价的原油的价格,从而拉低了其他大宗商品如铜、铁矿石、橡胶、棉花和豆类等的定价,进而大大降低了工业品的生产价格和运输价格,为美国的再工业化铺平了道路,为美国进入下一轮经济繁荣奠定了基石,顺便也为美元的世界货币地位增添了新的硬支撑。

美国国际资本的回流,以及发展中国家经济下行和需求下降,打乱了危机前以及2008年至2010年新兴经济体率先反弹时期世界经济格局和世界分工的版图,高居产业链上游的原料国和其他新兴经济体开始黯然失色。而与金砖五国不同政策选择的其他发达经济体日本和欧盟,在这轮洗牌中跟着美国亦步亦趋,无限量宽松,也逐步走出了通货紧缩、财政紧缩和经济失速的泥潭。特别是德国的工业4.0计划方兴未艾,其主旨就是要通过智能制造,在新一轮工业革命中抢占先机。

在这轮变局中,利润正沿着产业链向中下游转移。最典型的就是黑色产业链,其中中高居上游的铁矿石价格持续大幅下降。自2011年10月以来,中国铁矿石价格指数(CIOP)从582.56点一路下跌至目前的244.15点,三年累计跌幅58.09%,价格腰斩。

判断经济走势的四个维度

第一个维度是美国10年期国债收益率。美国国债收益率是全球经济发展状况和美联储货币政策相互作用的结果,也是未来判断全球中长期基准利率走势的基本坐标。2008年国际金融危机以来,美国10年期国债的收益率水平尚处于自1982年开始30多年下降周期的底部。未来随着发达经济体引领下的全球经济加快复苏,国债收益率水平将进入一个长的上升周期。与此对应的,是各国货币政策的梯次收紧和利率的交互攀升,由此必然引发新一轮资产估值的调整。

具体调整的方式,要看其本身的驱动因素。货币政策的调整对国债利率的影响一般是剧烈的、跳跃的,这将引发整个资产市场的剧烈重估。而经济增长对利率的影响是循序渐进的,整体资产价格会随利率的变化而逐步调整。就目前迹象来看,未来3到5年内很可能是利率掉头向上与经济增长交互影响的态势。其大抵区间,按历史经验,美国10年期国债收益率从低点开始上升,在4%-5%的增长区间内,与整个发达市场股市以及新兴市场股市都是正相关的。而当其增长超过5%以上的水平时,一般是美联储迫于通胀的压力而提升利率,对股市和大宗商品市场会形成广泛的打压。

第二个维度,美国国债收益率及其影响的利率与美元指数之间的关系。一般来说,美元走势受利率影响很大,因此美国国债收益率与美元指数之间的关系非常密切。当美国国债收益率上升时,意味着市场对美国经济持乐观态度,这种乐观情绪扩散至股市和汇市,会吸引大量的资本流入,导致美元供不应求,美元指数持续走强。典型的例子是20世纪80年代,美元在大量贸易逆差和财政赤字的情况下,凭借高利率促使大量资本从日本和西欧流入美国,从而保持美元的强劲。

第三个维度,美元指数与大宗商品的逻辑关系。把近年来黄金、原油与美元指数的走势叠加到一起就会发现具有明显的正向或者负向关系。Pearson相关性检验显示,美元与原油的相关系数-0.833,与黄金的相关系数-0.753,而黄金与原油的相关系数为0.827;格兰杰因果检验发现,黄金是美元的原因,美元是原油的原因,而且美元与原油的相关系数要高于美元与黄金的相关系数。由此也产生出石油美元的说法。这也是这轮先抬升美元,后打压原油,然后再指向对油气依存度较大国家的基本逻辑。其副产品是,大宗商品在原料端的降价,抬升了绝大多数中下游企业的生产利润和每股收益,从而刺激了股市的上涨。

第四个维度,经济周期与复苏次序。1998年末美国10年、30年国债收益率分别达到4.16%与4.70%的战后最低水平,在随后的2000年、2001年美国股市与大宗商品市场相继见顶,世界经济进入调整期。而2007年次贷危机前出现了同样的场景,2005年美国国债价格率先与上涨的房价分道扬镳,两年后危机爆发,美国股市崩盘,而大宗商品的下跌幅要推延到更晚的2008年。

实际上,二战后的70年间,绝大多数商品的长期价格变动趋势同经济周期的变动方向基本一致。一般的经济周期为:萧条期(央行降息以刺激经济,债券价格首先企稳回升)→复苏期(经济增速加快,资产价格不断攀升,股票市场由熊转牛)→繁荣期(CPI与PPI同步上涨,大宗商品价格全面上涨)→衰退期(高利率,高增长以高杠杆、高负债为代价,债券市场首先崩盘,随后股票市场、商品市场依次见顶)。这同样是债市早于股市早于大宗商品市场的传导路径。

从上述维度看,美国10年期国债利率在近几年内曲折上升的势趋不可逆转,美元指数上升趋势难有实质性的扭转。其标价的大宗商品尽管有经济加快复苏的需求支撑,但在底部徘徊的时间不会比原油更快。全球货币的梯次收缩和利率交互攀升是未来几年的主旋律,其上升节奏要看CPI与PPI的具体演变。如果低通胀时间过长,加息的节奏就会放慢,股市就会更长一些时间的活跃和上涨,股市制造的财富效应就会更多地刺激消费,从而拉动经济增长。

据经济和金融形势变化加强流动性管理,通过逆回购、公开市场短期流动性调节工具和常设借贷便利等政策工具,灵活提供流动性,保持全社会流动性总体宽松,保持货币信贷及社会融资规模适度平稳增长,货币供应M2增速宜保持在13%左右,以使银行间利率维持在合理区间。应尽快下调存款准备金率,尤其是要降低服务薄弱领域金融机构的存款准备金率,保持人民币汇率基本稳定,减少汇率变动对物价的冲击。信贷政策应加大向民生领域、“三农”、战略性新兴产业、中西部地区倾斜,并不断加强对实体经济、中小企业的金融扶持。

从两大政策工具的协调配合来讲,宏观调控不能全靠货币政策单打独斗,货币政策毕竟还是总量政策,对资金定向流动很难监控,在调结构上效果有限,不宜过于细化定向到具体行业或投资项目。有鉴于此,未来应采取更大力度、更加全面的减税,真正实现财政政策更加积极、更加主动并且更有力的取向。鉴于国家层面债务率仍旧安全可控,中央政府可考虑适当增加赤字规模至17000-19000亿元、提高赤字率至2.5%-2.7%左右的水平,将企业和地方政府的债务逐步有序地转移到中央政府的资产负债表中,进行全面债务重组。

财政政策中还有很多效果很好的结构性工具,应当适时出手,比如:给服务业减税,给战略性新兴产业和中小微企业的资本支出以贷款贴息,或以坏账准备金补贴的方式给予支持,以定向减税、减负、贴息和财政补贴等方面的政策,给实体经济特别是“三农”和中小微企业真正的实惠等。以推动税制改革为突破口,逐渐降低间接税的比重,建立和完善以居民财产、行为等为深税对象的直接税制,发挥税收在优化经济结构、理顺经济关系特别是中央与地方关系、提升经济发展素质、抑制地方政府投资冲动、化解社会矛盾、完善收入分配关系中的积极作用,推进国家治理体系和治理能力现代化。

二是稳定资产价格,防止股价和房价出现自我强化的大起大落。2014年两大市场走出了冰火两重天的巨大反差行情。毫无疑问,未来稳增长和调结构都需要重视发挥资本市场和房地产市场的独特作用。

对于资本市场而言,要极力呵护来之不易的繁荣局面,努力培育“慢牛”和“健康牛”,而非“快牛”和“疯狂牛”,使之保持持续的繁荣状

合理引导预期 稳定住房消费

经济增长率7%-8%之间),采取中性经济政策;超出合理区间,在比较热或冷的黄色景气区间(例如房价涨跌低于15%-30%,存销比在小于6个月,或者大于18个月之间,经济增长率7%-8%之间),采取逆向调控经济政策;在过热或过冷的红色景气区间(例如房价涨跌低于大于30%,存销比小于6-18个月,经济增长率7%-10%之外),可采取行政性管制措施。另一方面,可采用分类或定向调控政策。按照区间调控的标准,针对不同城市,实行中央指导、各城市差别调控的办法。

第二,取消若干行政性管制措施,让市场在调整中发挥决定性作用。周期性波动是住房市场的自然现象,也有利于住房市场健康发展。过去十年由于住房短缺和制度不完善,导致住房市场投机盛行和房价暴涨,对住房市场实施必要行政管制是正确的,但是也给市场带来了许多问题。本次调整具有必然性,也是第一次市场自发的调整,调整的幅度比较温和,多数城市的各项指标均在可控的范围之内。因此,政府应抓住供需环境宽松的良机,解除或减少政府行政管制,退出对市场的直接干预,让市场在调整中发挥决定性作用。通过住房市场机制,吸收住房价格泡沫,消化新增住房库存,降低住房存量空置,实现住房总量和结构的动态均衡,目前不应再出台新的行政性管制措施。

第三,采取必要的刺激政策,以稳定住房消费。在经济下行压力加大,住房需求仍然是长期内容观存在的背景下,住房市场需要调整,但应将调整的时间延长、幅度减小。确保一定幅度的住房投资增长,有利于居民住房需求的满足,也有利于经济的平稳增长。为此,应合理引导市场

恢复力 经济增长发动机

也是难以避免的。如果一国不能在新挑战出现时予以充分应对,经济增长和发展就会停滞下来。比如,许多拉美和南亚国家就陷入了所谓的“中等收入陷阱”,因为它们没能及时调整经济增长模式。相反,东亚经济体不断调整增长战略、持续地进行制度改革。其目的不在于解决直接面临的问题,而在于引导新的效率更高的经济活动,以帮助债务转化为资产,并最大限度地利用经济的产能。

从这个角度讲,东亚经济体发生的是奥地利经济学家熊彼得(Joseph Schumpeter)所描述的“创造性破坏”,经济结构从内部不断革命。此外,它们还采取增量改革,以更有活力的新增长源取代效率低下的旧增长源,以加快这一过程。比如,中国在20世纪80年代所实施的提高生产率的农业改革,从某种程度上说是受到非

相反,从趋势上看,随着总需求乏力和产能过剩压力不减,预计2015年CPI走势很可能会延续2014年下半年的走势,即“台阶式”震荡下行,消费品的通缩还将进一步加剧。

第二,国际大宗商品价格大幅下跌将输入全球通缩风险。从影响2014年大宗商品下跌的诸多因素来看,美联储退出QE进入加息周期将使美元持续走强,地缘紧张局势依旧,全球需求放缓使中国、欧洲、日本等主要经济体实行较为宽松的货币政策,以及石油输出国组织(欧佩克)并未采取任何减产保价的措施等,短期内都很难出现重大改变,2015年仍将影响大宗商品市场的走势,这就决定了大宗商品将进入“惯性下滑”状态,其下跌还远远谈不上结束,市场的恐慌情绪还在加重。展望2015年,受需求萎缩和供应增加的双重打击,国际大宗商品价格预计仍将维持颓势,低位徘徊,反弹空间不大,由此会直接影响到国内包括成品油、铁矿石、金属在内的上游原材料价格,进而影响PPI采掘、化工类工业价格以及CPI交通类的燃料价格、居住类的水电燃气价格调整。经济运行成本下降会降低CPI上压力,特别是油价快速下跌可能进一步加剧中国经济通缩风险。

第三,劳动力成本上升因素对2015年CPI影响有限,将减轻劳动密集型产品特别是食品和服务价格上涨的压力。近年来,劳动力成本上升较快确实对CPI有重要影响。但是,一方面劳动力成本上升早就存在,2015年劳动力价格上涨幅度可能继续有所减缓,不太可能出现成本突然大幅跃升的情况;另一方面,在上游大宗商品价格大幅下跌的年份,劳动力成本对CPI的影响明显减弱,服务项目的上涨幅度大幅低于消费品价格上涨幅度。基于此,2015年劳动力成本上升对CPI影响有限。

综上所述,2015年通缩风险已成为经济运行中最大的现实威胁,而不再仅仅是通缩迹象的问题,反通缩将成为新一年宏观调控的重要任务。

前瞻性预防通缩

一是积极调整宏观经济政策,保持CPI温和上涨,减轻PPI通缩风险。以兼顾经济增长目标和物价稳定目标为特点的稳健的货币政策应当成为新常态。当前央行实行短锁长的货币市场操作很难推动长期利率下行,这在一定程度上会压制CPI上涨。为此,2015年应及时根

合理引导预期 稳定住房消费

会总需求总体不足,经济增长进一步放缓;但另一方面,居民收入增长仍然较快,城镇化积极推进,刚性需求继续释放,房地产投资过快下滑威胁经济增长底线,中央政府将继续采取正向调控政策。因此,2015年一、二季度住房市场需求不振,开发商以价换量,市场将继续走弱;三季度以后,一、二线城市有望逐渐转暖回升,三、四线城市将继续面临调整,整个调整将在2015年难以走向复苏,但住房租赁市场将相对温和增长。

从住房投资看,受季节因素影响和住房保障投资任务完成影响,2014年第四季度,投资、开工、施工和竣工可能继续下降。2015年投资、开工、施工和竣工将有所改善,投资增幅有望保持在10%的水平。

从土地市场看,开发商资金紧张缓解购地意愿有所增强,地方政府积极作为,一、二线城市土地市场在2014年第四季度开始将逐步好转,三、四线城市前期供地过多,市场复苏将延至2015年下半年。

稳定住房消费

适应经济新常态,针对住房发展趋势,解决房地产存在的问题,化解房地产问题所带来的风险,笔者建议从以下几个方面引导预期,稳定住房消费。

第一,完善政府调控住房市场的政策与方法。一方面,可采取区间调控政策。通过研究,选择关键指标,利用科学方法,制定标准界定住房市场的预警区间,实施风险提示、政策调控或行政管制。在合理的绿色景气区间(例如房价涨跌低于15%,存销比在6-12个月之间,

□中国国际经济交流中心咨询部副部长 王军

2014年物价走势呈现一路走低的疲弱态势,通缩迹象继续加重,通缩预期不断增强。CPI同比增速连续4个月在“I时代”运行,逐步由温和通胀转向轻微通缩迹象;PPI连续34个月创纪录持续下降,是历史上最长的一次,生产领域通缩迹象更为明显。CPI与PPI出现持续39个月的史上最长正负“背离”现象。同时,房价同比降幅略有扩大,环比涨幅有所收窄,上涨城市数量稳步减少,而国际大宗商品价格跌跌不休”。

产能过剩、需求下滑可能导致全面通货紧缩风险,防范经济下行与物价下行相互影响,做好应对全面通货紧缩的政策储备,是2015年宏观调控新的挑战 and 重要任务。

全面通缩风险加大

从当前的形势看,2015年我国经济将呈现缓中趋降、稳中有进的增长态势,有效需求总体上仍显疲态,物价涨幅收窄、下跌的压力将大于2014年。预计2015年居民消费价格CPI涨幅继续小幅走低,落在1.5%-2.5%这一较低区间内,工业品价格指数PPI“转正”更是遥遥无期,其涨幅将落在负1.5%-负2.5%这一区间内,全面通货紧缩风险不断加大。综合而言,促使2015年物价涨幅进一步回落、甚至出现全面通缩的因素较多。

第一,总需求不足制约物价上涨,经济和货币条件均不支持2015年CPI出现明显上涨。2014年以来,经济下行压力始终较大,投资和出口需求明显回落,房地产开发投资增速下降明显,工业增加值增速超预期下滑,长期积累的产能过剩矛盾短期难以有效解决,经济增长缺乏内生动力,导致GDP增速震荡下行。此外,发达国家和发展中国家在分化中复苏,我国经济发展的外部环境好转有限。预计2015年GDP增速调控目标为7%左右,与2014年7.5%的调控目标和7.4%的实际目标又明显地下了一个台阶。物价一般是总需求的滞后指标,因此,总需求的缓中趋降、降中趋稳将加大通货紧缩压力。再从货币条件看,法定存款准备金率仍处于历史高位,M2增速预计在12%-13%之间,与前几年相比属偏低增长,因此尽管当前货币存量较大,但2015年显然不具备物价大幅反弹所需的货币条件。

合理引导预期 稳定住房消费

□中国社会科学院城市与竞争力研究中心 倪鹏飞

从本轮住房市场波动看,这是开发商、消费者、金融机构、政府行为博弈的结果,是一次住房市场自发的调整,也决定住房市场从“买方市场”进入“买方市场”时代。

双重分化加剧

本次住房市场调整与此前相比,调整(衰退与复苏)时间更长、速度更慢、程度更深。未来住房市场将进入中速增长的常态,中国房地产进入“白银时代”。同时,不同层级的城市调整的时间、速度和程度将发生分化。一线、二线城市需求旺、消化快、时间短、程度深;四线城市需求弱、消化慢、时间长、程度浅。短期调整与中长期调整发生分化。短期进入复苏期,中长期仍处在调整期。综合而言,2015年的住房市场将呈现双重分化走势,即便在后续政策的支持下,也难以彻底走出衰退,整体呈现复苏乏力的态势。

从住房金融看,2014年第四季度,住房市场受到宏观政策放开行政措施,以及稳定消费政策的正向影响,土地开发融资、住房抵押贷款和开发贷款将有所改善,但受到整体预期的影响,金融机构资金供应会持续谨慎,首套住房抵押贷款的利率优惠有限。

从住房市场看,2014年第四季度销售和价格有所回升,2015年住房销售量价回升幅度不会太大。一方面,库存规模较大,市场预期难以较大改观,而世界经济与住房市场的持续复苏,美国等量化宽松货币政策的退出,以及境外置业的成本不断下降,导致资本外流,海外置业增加,而产能过剩严重局面没有根本改变,社

□复旦大学中国经济研究中心主任 张军

一些人对中国经济增长前景不乐观,因为大规模债务、过度投资、产能过剩等问题看起来较为严重,但这些都是不新闻。自1978年以来,上述问题就以各种方式影响着中国经济,东亚的其他高增长经济体,如中国台湾、韩国甚至日本,在快速增长时期也无不遇到过这些问题。

尽管如此,自中国大陆实施改革开放以来,经济平均年增长率高达9.7%。而韩国和台湾地区都只花了40年时间完成了从低收入到高收入的转型。这些经济体是如何成功地以快速增长如此长的时间,并克服期间所面临的严重问题?答案很简单——恢复力(resilience)。经济发展是一个坎坷的过程,充满了挑战和风险,成功和失败、外部冲击和内部动荡,其副作用如债务-GDP比率上升和产能过剩等,